ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス（3657 東証マザーズ）

発行日：2012/7/12
調査日：2012/6/29
調査方法：企業訪問

ゲームソフト等のデバッグ工程や、インターネットのウェブサイトへの不正行為検知業務をわが国で初めてアウトソーシング事業化。グローバル展開等で成長持続を狙う。

業種：情報・通信業

アナリスト：高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

＞ 要旨

◆ゲームソフトのデバッグやウェブサイトへの不正行為検知業務を受託

・コンピュータゲームソフト開発の後工程で行われるデバッグ作業等を受託するポールトゥウィン(1994 年設立)、インターネットのウェブサイトへの不正侵入や有害な投稿等の検出サービス（ネット看視）を提供するピットクルー（同 2000 年）を中心とする企業グループの統括会社。

・両事業ともに国内では同社がトップシェアを有すると推察される。成長戦略は、両事業共に需要家である SNS アプリベンダーとの取引拡大、ノウハウのシステム化による業務効率化、事業の海外展開などである。

・デバッグ、ネット看視の両事業は、いずれも専業会社として同社がわが国で初めて事業化した。当該事業では、経験を積んだコア人材と実作業に従事する質の高いスタッフ、ノウハウの蓄積、セキュリティ対策、海外展開への対応力等が必要であり、先行した同社は競争優位にある。

・同社の弱みは、統括会社の人材の厚みに欠けること、システムに頼らず人手を掛ける事業であるため、収益性が向上しにくいこと等。主なリスク要因は、人材の流出、スタッフ拡充や海外拠点へのノウハウ移植が難航すること等であろう。

＞ 投資判断

◆ 業績動向～ネット看視・サポート業務を中心に成長続こう

・2013/1 期は、前期に続きパチンコ・スロット（特に後者）、ソーシャルゲーム等のデバッグ業務の受注が高伸長へ。ネット看視事業も新規顧客の獲得が進む見込み。今期売上高は 99 億円（前期比 18%増、会社予想は 9,609 百万円）、営業利益 17 億円（同 33%増、1,602 百万円）、当期純利益 970 百万円（同 49%増、921 百万円）と予想する。

・14/1 期は、デバッグ・検証事業の増収率こそ鈍化するものの、海外事業の貢献、ネット看視事業の売上拡大及びシステム活用による収益性の改善等により、2 桁の増益率を維持すると想定。売上高 110 億円（前期比 11%増）、営業利益 20 億円（同 18%増）と予想する。

◆ 保守的な会社予想でも株価に割安感あり、今後水準訂正ありと判断

・収益性の低いネット看視事業の併営で株価バリュエーションはディスカウントされている模様。しかし業界トップ企業として競争優位にあり、現在の株価には割安感があると判断。

・妥当な予想 PER レンジは 13～16 倍、担当アナリストの収益予想に基づく中期的な適正株価は 4,000～5,700 円と判断。割引率 10%で現在価値に引きなおすと 3,300～4,200 円となる。

【主要指標】	2012/7/6
株価（円）	2,251
発行済株式数（株）	4,256,000
時価総額（百万円）	9,580
上場日（年/月/日）	2011/10/26
上場来パフォーマンス（%）	-22.6

	前期実績	今期予想
PER（倍）	13.1	10.1
PBR（倍）	2.2	1.9
配当利回り（%）	1.7	2.4

	σ	β
リスク指標	—	—

【主要KPI（業績指標）】
該当なし

【株価パフォーマンス】	1カ月	3カ月	6カ月
リターン（%）	13.8	-6.7	6.6
対TOPIX（%）	6.3	3.6	0.9

＊用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120709

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス（3657 東証マザーズ）

収益モデル

決算期 単位:百万円	2011/1期 実績	2012/1期 実績	2013/1 期 会社予想	2013/1期 予想	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 予想
売上高	6,865	8,364	9,609	9,900	11,000	12,000	13,000
（前期比）	6.4%	21.8%	14.9%	18.4%	11.1%	9.1%	8.3%
営業利益	770	1,275	1,602	1,700	2,000	2,300	2,650
（前期比）	59.8%	65.5%	25.6%	33.3%	17.6%	15.0%	15.2%
経常利益	769	1,280	1,624	1,700	2,000	2,300	2,650
（前期比）	46.7%	66.5%	26.9%	32.8%	17.6%	15.0%	15.2%
当期純利益	381	651	921	970	1,150	1,320	1,520
（前期比）	75.6%	70.8%	41.5%	49.0%	18.6%	14.8%	15.2%
期末株主資本	2,484	4,358	N.A.	5,090	5,937	6,916	8,053
発行済株式数（株）	180,800	4,256,000	4,256,000	4,256,000	4,256,000	4,256,000	4,256,000
EPS（円）	105.6	172.0	216.5	227.9	270.2	310.2	357.1
1株当たり配当（円）	28.5	38.0	54.0	56.0	70.0	80.0	90.0
BPS（円）	685.5	1,022.9	—	1,194.7	1,394.9	1,625.1	1,892.2
ROE	16.7%	19.1%	—	20.6%	20.9%	20.5%	20.3%
株価（円）	—	2,489	2,251	2,251			
PER（倍）	—	14.5	10.4	9.9	8.3	7.3	6.3
配当利回り	—	1.5%	2.4%	2.5%	3.1%	3.6%	4.0%
PBR（倍）	—	2.4	—	1.9	1.6	1.4	1.2

（注） 1. 予想におけるPER、配当利回り、PBRは。レポート作成時の株価を用いて算出。なお、株式上場は2011年10月。
2. 2011年7月に1→20株の分割を実施。1株当たり指標は調整済み。
3. 持株会社は2010/1期が初年度。7月に1→20株の分割を実施。1株当たり指標は調整済み。

株価パフォーマンス

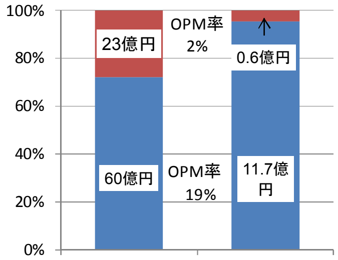
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

会社の概要

＞ 事業内容

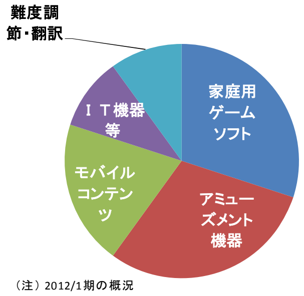
家庭用ゲームやパチンコ・スロット等のデバッグ工程を受託するポールトゥウィン、ユーザー参加型ウェブサイトの看視業務やユーザーサポート業務を行うピットクルー等のグループ統括会社

＜事業セグメント別収益構成＞



(注) 1. その他事業は僅少のため割愛
2. OPM率：売上高営業利益率
(出所)2012/1期決算短信

＜デバッグ・検証事業の内容＞



（注）2012/1期の概況
（出所）ヒアリングに基づき作成

◆ ゲームソフトのデバッグ、ウェブサイトの「看視」を受託

ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス株式会社（以下同社）は、以下のデバッグ・検証及びネット看視の 2 つの事業及び付随するサービス提供を行っている。売上高、営業利益の構成は左上図の通りで、前者が収益源、後者は発展途上の事業と見られる。

1) デバッグ・検証事業 (2011 年 1 月期売上高 6,015 百万円、営業利益 1,166 百万円)：ゲームソフト等各種ソフトウェアのテストプレイを行い、不具合（バグ）を検出する業務（デバッグ）を受託する。コンシューマ向けコンピュータゲーム機用ソフトウェア（以下家庭用ゲームソフト）、インターネット対応携帯端末向けコンテンツ（以下モバイル、主にソーシャルネットワークサービス～SNS～をプラットフォームとするソーシャルゲーム）、アミューズメント機器（パチンコ・スロット）搭載ソフトウェア等のデバッグサービスが主力。情報家電・携帯電話やカーナビゲーションシステム等で同様の作業をする検証サービス、ゲームの難易度調整、ゲームソフトの海外販売の際に必要な、ゲーム画面に表示されるテキストや取扱説明書等の現地語訳を行うサービスも行っている (左下図)。担当子会社はポールトゥウィン、Pole To Win America、猿楽庁、上海申発軟件の 4 社。

2) ネット看視事業（同順で 2,342 百万円 58 百万円)：インターネット上の各種サイトやインターネット通販等の電子商取引におけるユーザーの不正利用や不適切な広告の審査、ブログ・掲示板サイトなどへのユーザーの投稿内容に含まれる有害情報の検出・削除・運営企業への報告等のサービスを提供。同社では監視に見守るという趣旨を重ねて看視と称する。ゲームユーザーからの電話や電子メールでの問い合わせに対する返答等のサポート業務も受託している。担当子会社はピットクルー、ポートサイドの 2 社。

この他に報告セグメント以外の事業として、グループ事業に関連する市場の調査報告・出版等を、子会社の第一総合研究所と第一書林が営んでいる（同順で 7 百万円、-14 百万円)。

◆ 2 事業共に人材活用ビジネス、同社は国内初の専業事業者

同社の事業の特徴は、顧客の業務プロセスのシステム化が進展する中で最後に残る「人手による操作性確認」、「閲覧者視線での印象審査」等を行うこと。従業員（契約社員を含む)、登録スタッフ（個人の請負事業者）やアルバイト等のマンパワーの確保、ノウハウの蓄積と作業者への伝授、セキュリティ確保等が重要である。同社は国内で初めてこれらのサービスの事業化に成功した企業であり、実績は業界随一の実績を有し、顧客の信頼を獲得しているとみられる。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人　証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＜デバッグ･検証事業の運営＞

顧客
1）開発案件依頼
5）報告を受けバグを修正、ソフト完成
7）報告書確認、次回案件に反映
ポールトゥウィン
2）テスト計画提案、作業者招集･指示
4）作業者からのバグ情報を顧客に報告
6）最終報告（バグの原因推定等）
請負作業者（登録スタッフ）
3）バグ確認作業

（注）番号は業務の流れを示す
（出所）有価証券報告書に基づき作成

人が行うべき最終検査工程を受託。蓄積されたノウハウ、作業者の水準維持･向上等が重要となる。専業社として実績は国内随一で、顧客企業の信頼が厚い。

◆ デバッグ・アウトソーシングの業務内容

デバッグは発売前の機密情報に係る業務であるため、通常はゲーム開発会社の内製作業であるが、開発要員の効率的運用と品質管理の徹底が追求されるなかで、同社のようなアウトソーシング事業が生まれた。

同社の請け負うデバッグ業務は、左図の通りゲーム開発メーカーを主要顧客とし、同社（子会社ポールトゥウィン）のプロジェクト管理の下、主に約 3,000 名の登録スタッフ（個人事業主）に再委託して進められる。作業拠点は名古屋市、東京 2 カ所、福岡市、京都市、札幌市、大阪市、横浜市（開設順）の 8 カ所にあり、必要な機材を揃えている。

バグ検出作業は、新規ゲーム作品開発プロジェクトの中盤から後半で発生する作業である（下図参照）。子会社猿楽庁（大手ゲーム機メーカーで作品評価業務に従事した橋本徹氏が社長、2010 年 3 月に同社傘下に）は、企画段階から開発プロジェクトに関与し、ゲーム内容や難易度等の評価を行う。Pole To Win America は、日系ゲームソフトメーカーに対して日本で発売された作品のローカライズ（ゲーム画面上のテキストや取扱説明書等の英訳、文化の差異に基づく違和感の解消等）や、現地ゲームメーカーに対するバグ検出・モニタリング業務等を行っている。

＜ネット看視サービスの運営＞

顧客
1）看視依頼
6）看視通過投稿をウェブに表示、問題投稿報告を確認
ピットクルー
2）看視体制構築（キーワード検出システム、要員整備等）
4）投稿チェック（システム及び目視確認）
5）問題投稿削除後、顧客ウェブサイトに掲載
エンドユーザー
3）投稿（掲示板書込等）

（注）番号は業務の流れを示す
（出所）有価証券報告書に基づき作成

24 時間 365 日有人看視を行い、各種ウェブサービへの投稿内容等をチェック。

◆ ネット看視事業はシステム活用、ユーザーサポートに注力

子会社ピットクルーの主要業務は、24 時間 365 日の有人看視体制を構築し、ポータルサイト等が運営する掲示板やブログ、クチコミサイトや SNS、動画共有サービス等の CGM（Consumer Generated Media：消費者の発信する情報を主なコンテンツとするインターネットメディア）への投稿の内容チェック・掲載の可否判断を行うことである（左中図）。また投稿看視の中には、インターネット通販等における出品物の真贋判別や不正行為事例の手口分析に基づく不正利用者の検出等のサービス等が含まれる。

ネット看視業務を行うのはアルバイトのオペレータで 2011/1 期平均稼働人数は約 350 人（有価証券報告書）。ピットクルーの正社員約 230 名の大半は、オペレータの指導･管理を行うスーパーバイザーである。業務は、東京本社や名古屋市、札幌市、岐阜県大垣市、北九州市の各サポートセンターにおいて運営される他、顧客事務所にオペレータを派遣して行われることがある。

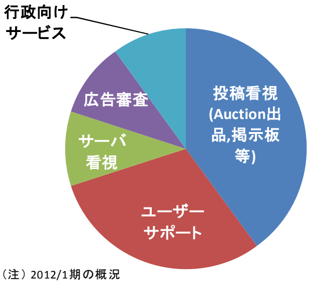
＜家庭用ゲームソフト開発プロセス例＞

	（1）企画段階	（2）本開発段階（スタジオでの開発業務）				（3）パッケージ製造（ゲーム機メーカーに委託）
ゲームメーカー	企画書作成 原案作成・基本　予算策定 システム試作　　スタッフ選定	プログラミング､グラフィックス､サウンドエフェクト等の作業、仕様書の作成等	1）α版 バグ修正	2）β版 バグ･難易度修正	3）マスター版 ゲーム機メーカーに納品	
ポールトゥウィン			テストプレイ→バグ検出･報告	テストプレイ→バグ検出･報告		
猿楽庁	企画書の検証		モニタリング（内容の検討）	チューニング（難易度調整等）		

（注）1. 任天堂、ソニー等のプラットフォームとなるゲーム機メーカーはゲームソフトに対しライセンスを許諾しゲームパッケージ製造を受託する
2. アルファ版は基本プレイが可能な状態、ベータ版はエンディングまでプレイできる状態。各段階でバグ検出・修正を行う
（出所）各種資料より担当アナリスト作成

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＜ネット看視事業の内容＞



（注）2012/1期の概況
（出所）ヒアリングに基づき作成

インターネット通販をはじめ消費者向け電子商取引の市場拡大に伴い、ネット看視事業においては前出の偽ブランドチェックや不正アクセスの検出、薬事法関連等の広告審査、ユーザーサポート等の業務が増加している。

この他、行政向けサービスは、全国自治体から受託する学校非公式サイトの看視・不適切な書き込みの調査や、中央省庁からのネット犯罪行為の調査報告業務の受託等。サーバ看視は、文字通り 24 時間 365 日の連続稼働を陰で支えるサービスで、ユーティリティソフトウェアによる監視だけでなく、有人看視によるダブルチェックと深夜の障害発生時の緊急対応を行い、被害を最小限に止めることができる。

子会社ポートサイドは蓄積されたデータやノウハウに基づき構築されたネット看視用ソフトウェアを提供。

子会社ポートサイドは、インターネットを利用したビジネスを展開するうえで問題となった行為の事例分析に基づき開発された自動検出システムを、電子商取引事業者に提供している。具体的には不正アクセスの検出、不正利用者の同一性検知、違法画像・動画の自動判定等を行うシステムや不適切表現の判定辞書等で、インターネット専業の銀行や保険代理店、広告代理店等を顧客としている。ポートサイドの提供する自動判定システムは、ピットクルーの有人看視業務の効率化に資する側面と、ツール提供が将来のアップセル（有人看視サービスの併用）の布石となる側面がある。

＞ 沿革･企業理念

ゲームのデバッグ、ウェブサイト看視をわが国で初めてアウトソーシング事業として創始。

◆ 人手をかけた検査・監視のアウトソーシングを初めて事業化

同社グループの歴史は、家庭用ゲームソフトのデバッグ業務を目的として、名古屋市にポールトゥウィンを設立した 1994 年 1 月に遡る。
同社代表取締役会長の橘　民義氏、取締役の本重　光孝氏が同社の大株主で現在ピットクルー取締役副社長の松本　公三氏を迎え入れ、起業するという形態であった。なお、松本氏は橘氏と同じ岡山県出身、本重氏は橘氏と高校の同級生という関係にある。
98 年 12 月に東京都中野区にデバッグ用スタジオを開設し首都圏に事業拠点を設けた。2000 年 1 月、中野区の事務所に同居する形で、やはり橘氏らの出資により別途ピットクルーが設立された。何れも、国内で初めての専業事業者であった。両社の株式移転によるグループ統括会社として同社が設立されたのは、09 年 2 月である。
02 年にグローバル化に向け翻訳業務に着手、また同年に子会社を中国に設立（ただしゲーム機に関し規制の厳しい同国での事業展開は難航し、現在は市場調査等に止まっている）。米国子会社の設立は 09 年。11 年 8 月には米国法人の欧州支店として英国に事務所を開設。
他のグループ構成会社については、第一書林、第一総合研究所の買収が 05 年、猿楽庁買収とポートサイド設立は 10 年である。

◆ 人の嫌がるところに好機あり、と考え人材ビジネスを展開

同社の経営理念は、“Create Customer Value”、人にしかできないこと、システムに出来ること、全て手掛ける、というもの。システム開発会

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人　証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

社は数多あるが、他社が手掛けていない労働集約的なデバッグやネット看視ならば勝機があるとの判断で、同社は創業した。顧客の価値創造の支援を目的とし、顧客よりも目立たず、黒子に徹する文化が同社にはある。

＞ 経営陣

◆ 橘会長、小西社長、本重取締役等がキーマン

同社代表取締役会長の橘 民義氏、代表取締役社長の小西 直人氏、取締役の本重 光孝氏はいずれも1951年生まれで早稲田大学出身。岡山県議会議員を 3 期務めた経歴を持つ橘氏はポールトゥウィンの会長を、小西氏はピットクルーの社長を務め、共にトップセールスを展開している。なお小西氏はポールトゥウィン設立時から友人として関与しており、アーサー・アンダーセン・アンド・カンパニー、フューチャーシステムコンサルティング（現フューチャーアーキテクト）役員を経て、同社の経営に正式に参画。上場企業となった同社経営に必要な経験や、ネット事業経営者に繋がる人脈を有している。本重氏はハドソン出身で家庭用ゲームの業界事情に詳しく業界人脈も有する。大株主の松本氏は、同社グループの創成期に実務全般を担い、現在はピットクルー副社長としてネット看視事業の運営に注力している。

＞ 株主構成

◆ 橘会長はじめ創業メンバーが大株主

前述の通り、創業メンバーの橘氏、本重氏、松本氏の 3 名が大株主上位に名を連ねている（下左図）。第 5 位株主の橘鉄平氏（米国子会社社長）は、橘会長の子息である。

同社株主の属性を見ると、経営者を含む個人株主が 2012 年 1 月末の発行済株式数 4,256 千株の約 8 割を占める。顧客企業や金融機関等との株式持ち合い等は見られない。
なお、前期末において同社グループの取締役及び従業員に対し新株予約権が発行株数にして 222,300 株（発行済株式数の 5.2%に相当）発行されている。

＜大株主上位 5名＞

橘 民義（同社代表取締役会長）	21.5%
本重 光孝（同社取締役、ポールトゥウィン副会長）	19.2%
松本 公三（ピットクルー副社長）	7.1%
日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	4.0%
橘 鉄平（同社取締役、米国子会社社長）	3.5%
上位 5名合計	55.4%

（出所）2012/1期有価証券報告書

＜株主属性持株比率＞

		人数（人）
個人株主	79.7%	1,888
金融機関	10.2%	9
外国法人等	8.1%	20
金融商品取引業者	1.0%	12
その他の法人	1.0%	61
株主数合計		1,990

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

事業環境

＞ 業界環境･競合他社

国内家庭用ゲーム市場は 3～4 千億円規模で停滞。ソーシャルゲームがこれに匹敵する市場に成長。

◆ デバッグ・検証市場：家庭用ゲーム停滞もモバイル他が好調

「デジタルコンテンツ白書 2011（財団法人デジタルコンテンツ協会）」によると、2010 年の家庭用ゲームの市場規模は 3,442 億円（前年比 3%増）。この 10 年間のピークは 2001 年の 4,248 億円で、ゲーム機の世代交代やヒット作品の有無等で浮き沈みはあるが、停滞気味であったと言えよう(下左図)。

最近では携帯電話やスマートフォン上の SNS をプラットフォームとして基本使用料無料･アイテム課金のソーシャルゲームの成長が著しい。矢野経済研究所によれば、11 年度のソーシャルゲームの市場規模は前年比 84％増の 2,570 億円、12 年度は同 33％増の 3,429 億円と、コンシューマゲームに匹敵する規模に至る見込みである。

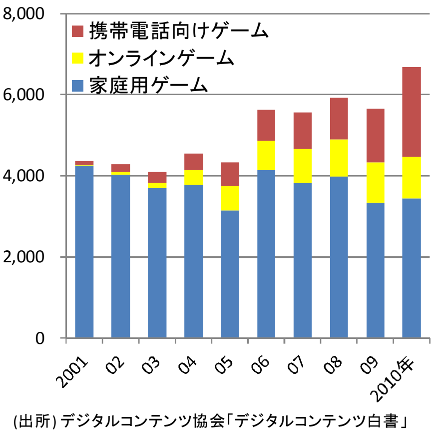
パチンコ･スロット機メーカーは、震災直後の自粛から正常な開発･営業活動に復した模様。

パチンコ・スロットでは、営業店舗数減少に歯止めが掛かっていないが、設置台数は底打ちした模様。警察当局の規制方針変更等に伴い、遊技機の型式認定申請件数、新台導入数に増減が生じるが、パチンコ機設置台数は 06 年の 293 万台、スロット機は 09 年の 135 万台をボトムに回復基調にある（下右図）。11 年は東日本大震災の発生に伴い、営業自粛や節電のための輪番休業、半導体供給障害等に見舞われたが、秋以降こうした事態が解消され、新台導入も回復した模様だ。中には、来店客が遊技していない状態が一定時間経過すると節電モードになり液晶等が消灯するシステムが組み込まれた新台も開発されている。

ヒットの有無ではなく、新作開発プロジェクトの件数が同社の受注に関与。顧客の開発意欲に左右される。

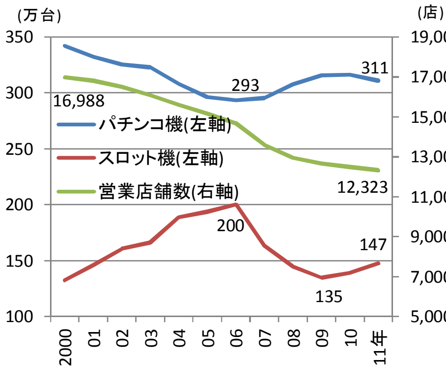
同社にとってゲームソフトやパチンコ遊技機等の販売台数でなく、新作タイトル発売件数、即ち開発プロジェクトの案件数がデバッグ・検証事業の売上高を左右する。その点で、家庭用ゲームも任天堂の 3DS やこれから発売される Wii U、ソニーのプレイステーション Vita 等の新型機が徐々に普及する過程は何れかと言えば好ましい環境であろう。パチンコ・スロットも、ホールへの来店を促すゲーム性の高い新台開発が進んでいる模様であり、同社に対する引合いも活発なようだ。

＜国内ゲームソフト市場の推移＞



(出所) デジタルコンテンツ協会「デジタルコンテンツ白書」

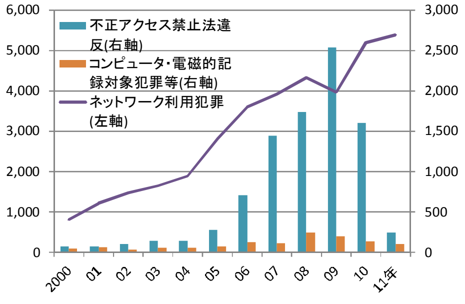
＜パチンコ･スロット営業店と設置台数＞



(出所)警察庁[風俗関係事犯の取締状況について]

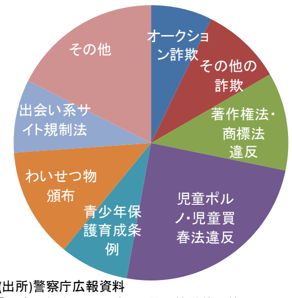
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＜サイバー犯罪の検挙件数の推移＞



(出所)警察庁広報資料「サイバー犯罪の検挙状況等について」等

＜ネットワーク利用犯罪の内容＞



(出所)警察庁広報資料
「平成23年中のサイバー犯罪の検挙状況等について」

インターネットの国民生活への浸透と共に犯罪行為も増加している。消費者を相手にする企業は事故発生に敏感になってきた。

◆ ネット看視事業：ネットワーク利用犯罪は増加傾向続く

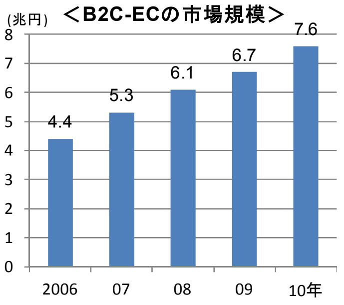
警察庁広報資料「サイバー犯罪の検挙状況等について」によれば、不正アクセス防止法違反（他人の ID・パスワードを借用して他人になりすましてインターネットショッピング等を行う）の検挙件数は 2009 年の 2,534 件をピークに 11 年は 248 件と激減。不正アクセスによりインターネット銀行その他のファイルを改竄する等の行為を行うコンピュータ・電磁的記録対象犯罪（不正アクセス防止法でも検挙される事例多数）も 08 年の 247 件をピークに 11 年は 105 件と根絶には至っていないものの半減している。しかしインターネットを利用するオークションでの詐欺、符牒を使った違法薬物売買、わいせつ物頒布、著作権侵害（動画共有サイトへの複製品投稿等）、商標法違反（オークションへの偽ブランド品出品）等の犯罪行為は逓増している。

ウェブサイトの有人看視業務は、こうした犯罪行為の発見に寄与すると共に、ウェブサイト運営事業者の法令遵守の支援に寄与している。また犯罪行為の傾向分析等のコンサルタント機能もサイト運営事業者や事業監督当局から求められている。

◆ B2C-EC やソーシャルゲームの伸長でユーザーサポートが伸長

サイバー犯罪が発生する背景には、一般消費者を対象とした非対面の電子商取引（B2C-EC）の伸長がある（下左図）。情報通信分野ではソーシャルゲームや電子書籍の市場拡大。総合小売ではネットスーパー、家電・家具等では PC 等から薄型テレビ等エコポイント関連、宿泊・旅行・飲食ではグル―ポン等のフラッシュマーケティングが寄与。

＜B2C-ECの市場規模＞



(出所)経済産業省
「電子商取引に関する市場調査」

＜伸長するB2C-EC(非対面対消費者販売高)＞　(単位：億円、%)

	2008	09	10年	2年平均成長率	10年のEC化率
情報通信	16,280	17,570	19,890	10.5%	N.A.
総合小売業	13,550	14,290	16,110	9.0%	4.2
家電・家具・自動車関連販売	7,750	9,460	12,220	25.6%	3.5
宿泊・旅行・飲食（予約サービス）	8,320	9,090	11,010	15.0%	4.7
食品小売	2,930	3,770	4,360	22.0%	0.7
運動具・書籍・音楽・玩具等	2,650	2,970	3,330	12.1%	2.1
医薬・化粧品小売	1,720	2,250	3,120	34.7%	2.9
娯楽（映画館・興行場チケット販売等）	1,020	1,060	1,260	11.1%	0.8
衣料・アクセサリー小売	730	860	1,120	23.9%	0.9
その他	5,940	5,640	5,460	-4.1%	N.A.
合計	38,670	43,750	52,530	16.6%	N.A.

(出所)経済産業省「電子商取引に関する市場調査」

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人　証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

B2C-EC の伸長は、不正出品等の詐欺行為や法令違反の広告掲載・違法（未認可）薬物の輸入販売等から消費者を保護する目的や、複数の ID を保有する者による実需の無い資料請求（成功報酬型広告への不正応募）の検出等、EC 事業者を守る目的の看視業務が発生し、ネット看視事業の需要拡大につながっている。

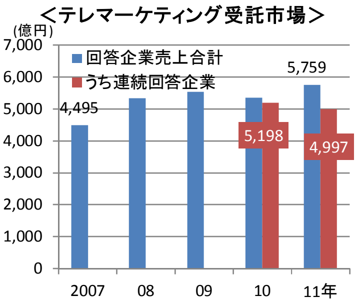
専業の競争相手はデバッグ、ネット看視のいずれも少ない。ユーザーサポートはテレマーケティング事業者と競合する。

◆ 業界構造：競合事業者は限定的

デバッグ・検証事業を営む主なアウトソーシング事業者として、国内・ゲーム関連ではデジタルハーツの名が挙げられる。それ以外は中小デバッグ事業者やゲームメーカー、コンテンツプロバイダの自社内作業となる（ゲームメーカー社員あるいはアルバイト等が行う）。ゲーム開発予算の 10～15%がデバッグ工程に充てられ、同業者の売上高を勘案するとアウトソーシングの市場規模は 100 億円程度と推定される。家電等のマイコンの動作検証業務については、ベリサーブが専門的に行っている。

ネット看視事業については、イー・ガーディアン、ガイアックス等が専門業者として挙げられる。中小事業者も参入したが、労働集約的な業務で収益を挙げるのが困難なため、株式上場レベルに達する事業者は他に見当たらない。日本エンタープライズはコンテンツプロバイダとしての内製ビジネスの延長として当該業務の受託も行っている模様だが、当該業務に限定した業績開示はしていない。

＜テレマーケティング受託市場＞



（出所）テレマーケティング協会
「アウトーシング企業実態調査」に基づき作成

付随するユーザーサポート業務については、カスタマーサポートセンターを運営するテレマーケティング業界にベルシステム 24、もしもしホットライン、トランス・コスモス、エヌ・ティー・ティーソルコ等競合業者が多数存在する。左図は、（社）テレマーケティング協会がアウトソーシング業態の会員企業（2011 年は 81 社にアンケートを発送、売上高については 35 社が回答、2 年連続で回答したのは 26 社）の実態調査で公表されたデータ。積極的なマーケティング支援を行うアウトバウンド業務が過半に達する模様であるが、ここから推定される同社のシェアは微々たるものである。ただ、デバッグ業務で取引のあるゲーム業界、ネット看視を受託するサイト運営会社等、限定された領域では一定のシェアを有するものと推察される。

＞ ビジネスサイクル

◆ デバッグは開発案件ごとに受注、ネット看視は期間契約

デバッグ・検証事業では、主要取引先とは基本契約を結び、バグ報告 1 日当たりのテストプレイ単価等の条件を定めたうえで、ゲーム等の開発プロジェクト発生毎に約 1 カ月間の期限で作業依頼を受託することが多い。ゲーム業界はクリスマス商戦が書き入れ時で、デバッグ業務は同社の第 3 四半期（8～10 月期）が繁忙期となる。

季節要因があり、受注競争の成否や顧客業界の景況に左右されるデバッグ・検証事業に対して、ネット看視事業は収益性で劣る（3 頁左上

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

図）ものの、需要は季節要因がなく安定的で着実に成長している。

当該業務では、3 カ月間の初回契約・以後特別な事情がない限り自動更新の受託例が多い。契約条件は、看視回数（24 時間体制で投稿受付時にリアルタイムで看視を行うのか、1 時間に 1 回サイトを看視するのか）と看視件数を勘案した従量料金を定めるものが基本となる。

デバッグ・検出事業の顧客は現在約 300 社、ネット看視事業は約 200 社で、競合会社が少ないだけに、長期間継続している取引先が多い。

> KPI

◆ 顧客第一の経営方針で継続開示データは少ない

累計取引先企業数 1,700 社、デバッグ受託プロジェクト数約 6,000 等、時折口頭で開示される取引先に関するデータはあるが、事業の進捗を類推させる継続的な開示情報は少ない。取引先の機密情報等に繋がりかねない不用意な情報提供を回避しているものと思われる。

人材ビジネスと目され、ネット看視業務では経験年数によりスキルが向上すると考えられるので、正社員、臨時雇用者を合わせた従業員数と、その正規/臨時の構成比（年次有価証券報告書で開示）、継続年数（連結ベースでは非開示）等が参考になろう。

＜各事業セグメントの従業員数と売上高の推移＞

項目/決算期		2007/7	08/7	09/1	10/1	11/1	12/1期
デバッグ・検証　従業員数	人	129	156	183	243	267	295
うち正社員	人	60	78	81	113	111	117
うち臨時雇用者	人	69	78	102	130	156	178
（臨時雇用者比率）	%	53%	50%	56%	53%	58%	60%
売上高	百万円	3,571	4,281	2,305	4,329	4,703	6,015
従業員1人当たり売上高	万円	2,963	3,004	2,720	2,032	1,844	2,141
項目/決算期		07/9	08/9	09/1	10/1	11/1	12/1期
ネット看視　従業員数	人	447	618	580	561	537	578
うち正社員	人	56	213	228	225	220	218
うち臨時雇用者	人	391	405	352	336	317	360
（臨時雇用者比率）	%	87%	66%	61%	60%	59%	62%
売上高	百万円	1,697	2,133	728	2,107	2,144	2,342
従業員1人当たり売上高	万円	448	401	365	369	391	420
うち臨時雇用者1人当たり 〃	万円	509	536	577	613	657	692
連結　従業員数	人	576	774	763	809	809	881
うち正社員	人	116	291	309	343	336	341
うち臨時雇用者	人	460	483	454	466	473	540
（臨時雇用者比率）	%	80%	62%	60%	58%	58%	61%
売上高	百万円	5,268	6,414	3,033	6,450	6,865	8,364
従業員1人当たり売上高	万円	1,055	950	884	821	849	990

（注）1. 2010/1期が連結初年度。それ以前は各子会社の開示情報の単純合算値
2. 1人当たり売上高は期首・期末平均人数で算出。変則決算期の09/1期は月平均売上高を年換算し算出
（出所）新株式発行並びに株式売出届出目論見書、有価証券報告書、ヒアリングに基づき作成

※（上表の注記）コールセンター等の人材ビジネスでは、スーパーバイザー1人に作業者 4～5 人付けて業務を進めるのが効率的と言われる。ネット看視事業では臨時雇用者比率約 80%まで作業者を増員することが可能とみられる。デバッグ・検証事業では、臨時雇用者がタイトル毎のプロジェクトリーダー格の契約社員（正社員でないが契約更新が前提）を指し、実作業を担う登録スタッフ（主に個人の請負事業者）は開示対象外。このため、一人当たり売上高は実態から乖離している可能性がある。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

会社の分析･評価

＞ 基礎的分析

◆ＳＷＯＴ分析

同社を SWOT の観点で検討すれば、以下のようにまとめられよう。

強みは、先行者としてノウハウの蓄積、人材確保に利があること。弱みはネット看視事業の収益性の低さ。

顧客の海外展開に追随することで、新たな成長の機会を獲得できる可能性がある。

項目	項目	PPHD の特質・事情
内部要因	強　み Strength	●国内初のデバッグ・アウトソーシング事業者、ネット看視事業者としての実績とノウハウの蓄積、高度なスキルを有するコア人材の存在。 ●デバッグ事業では家庭用ゲーム、アミューズメント機器、モバイルコンテンツ等幅広い領域に顧客基盤を有し、顧客の多様性を背景に収益が安定している。 ●開発プロジェクトの上流に属する企画書評価・難易度調整機能や下流工程のユーザーサポート機能、グローバル展開に係る欧米拠点の翻訳機能をグループで有し、顧客ニーズにワンストップで対応できる。
	弱　み Weakness	●作業に要する人数・工程当たり単価の積み上げで収益をあげる労働集約的事業の性質上、収益力は高くなりにくい。ネット看視事業で顕著である。 ●事業規模に合わせ徐々に役職員・臨時従業員数は増加するも、管理機能を担う人材の厚みに欠ける。特に経営陣の離職があれば、事業遂行に支障をきたす懸念がある。
外部要因	機　会 Opportunity	●EC の拡大に伴う、不正取引・犯罪防止等に向けた体制整備の重要性認識の高まり。 ●ソーシャルゲーム事業者の欧米展開、EC 事業大手の欧米・アジア展開等、同社取引先のグローバル展開に伴いローカライズやクロスボーダーのユーザーサポート業務が必要になってきたこと。 ●3DS、PS Vita、Wii U 等の新型ハードのいずれかの普及による、新作ゲーム開発プロジェクトの増加。あるいはこれらハードが停滞する裏でソーシャルゲームが高成長を続け、家庭用ゲームメーカーが当該分野で新作開発プロジェクトを増加させること。
	脅　威 Threat	●国内で培ったノウハウや管理・人材育成システムの海外事業所への移植が難航する懸念があること。 ●国内外において、需要拡大に伴う実務作業者の人材確保が難航する懸念があること。

＞ Porter’s 5 forces

＜業界内競争＞ ゲーム開発に係るデバッグ・アウトソーシングの大手事業者は同社とデジタルハーツの 2 社のみ。残りは中小事業者やゲーム開発会社の内製であるため、競争はあっても限定的である。ネッ

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

ト看視事業においては同社、イー・ガーディアン、ガイアックスが主要プレイヤーで、コンテンツプロバイダが自身のサイト運営から他社サイト運営受託に領域を広げる過程で看視業務も受託する事例があるが、受託競争は激しいとは言えない。何れの事業においても同社は老舗であり、業界内で優位に立っている模様だ。

価格（コスト）以外の点で、社内作業よりもアウトソーシング事業者が優れると見做されることが肝要。

＜顧客に対する価格決定力＞ 競合先が安値受注に走ろうとも同社は価格競争には参加せず、安定品質と信頼性で競争する姿勢を貫いており、トップシェアを維持している。

＜供給者に対する交渉力＞ 同社にとって供給者とは登録スタッフやアルバイトの従業者となる。若い働き手の多い政令指定都市に作業拠点を設け、デバッグ・検証事業の登録スタッフ約 3,000 人、ネット看視事業のアルバイト（ピットクルーの臨時雇用者数）約 350 名に業務を依頼している。長期に亘り同社から業務を請け負うスタッフが多く、同社との間に信頼関係が構築されているものと推察される。

需要拡大の一方で、参入障壁は高まっている。同社のビジネスは社内業務の代替手段であり、発注先の収益が厳しくなれば外注予算は削減される。

＜新規参入リスク＞ デバッグ・検証事業では、発売前の新作に係る機密情報に関与し、ネット看視事業では投稿された内容やウェブサイトを利用するために登録される個人情報等を扱う。従って、こうした情報の漏洩防止のために入退室管理システムの整備や作業者に守秘義務の遵守に対する認識を深めること等の施策が必要。ISMS（Information Security Management System：日本情報処理開発強化が認定する情報セキュリティに関する規格）の取得・維持等にもコストがかかる。
実務を担当する登録スタッフ、アルバイト作業者には、業務に係る知識・ノウハウが必要であり、業務経験の長さに比例して作業効率が向上するので、臨時作業者といえども長期間同一業務に携わる人材を確保する必要がある。
このような理由で、顧客から信頼を勝ち得て当該事業に参入し、勝ち残るのは容易ではなく、新規参入の障壁は低くないと考えられる。

＜代替品のリスク＞ デバッグ業務は、製作者の想定と異なる使用法でユーザーがプレイした場合に発生する誤動作や、ユーザーが作品から受け取る可能性のある違和感等を検出することも目的としており、システムによる代替は困難と見られる。ネット看視事業は、監視の目を逃れて行われる不正行為や不適切な投稿等を検出する業務のため、有人看視は不可欠であろう。24 時間看視等、顧客が内部で作業しづらい業務のアウトソーシングであるため、内製化移行リスクは少ない。人件費節減を狙った作業所の海外移転も、言葉の障壁があり困難と考えられる。

＞ ESG活動

◆ 環境対応（Environment）
第一総合研究所は、2012 年 3 月に「自然エネルギー研究会」を立ち上げた。設立趣旨は、東日本大震災と原発事故後の状況を踏まえ、再

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

生可能な自然エネルギーを中心とした日本社会と世界をつくることで、具体的には、

1）自然エネルギーに関する国会、行政、自治体等の情報を紹介、
2）自然エネルギーに関する企業や海外の情報の紹介、
3）民間企業や有識者の意見交換の場の提供、等を行っている。
風力や太陽光等の自然エネルギーを発電所として利用する場合に、サーバ看視と同様に発・送電システムの 24 時間有人監視が必要になる可能性も視野に入れた活動と推察される。

社会貢献・環境問題に対する意識は高い。東日本大震災に対しても被災者の住宅難にソリューションを提供した。

◆ 社会的責任（Social Responsibility）
同社は事業を通じて企業の社会的責任を果たし、地域社会に貢献することを心がけた事業経営を行うことを同社ウェブサイトで宣言している。具体的には、地方都市への事業所開設による若年層の雇用の機会創出が社会貢献の第一歩である。

ネット看視事業は、インターネット上のウェブサイトの健全な運営、エンドユーザーが安心して利用できる環境の整備に貢献している。ピットクルーでは、中学生・高校生の社会学習の一環として、企業訪問の受け入れを行い、インターネットを利用する上でのモラルの指導等を行っている。ピットクルー代表を務める小西社長は、「学校『裏』サイト対策 Q&A～子どもを守るために～」を城西国際大学大学院鈴木客員教授と共著。保護者や教育関係者への情報提供を行っている。

この他、東日本大震災被災者に向けて、第一総合研究所による「震災ホームステイ」（被災者と住宅提供の用意がある支援者とのマッチングサイト）、「夏休み子どもホームステイ」等の支援活動を実施。ポールトゥウィンは、神奈川県の知的障がい者らが結成したロックバンドに社員が参加すると共に会社としても支援を行っている。

◆ ガバナンス（Corporate Governance）
同社は持株会社形態を取り、各子会社の経営陣を集めた毎月 1 回の取締役会等において、相互に経営監視が出来る体制を取っている。同社の 6 名の取締役は何れも業務を執行しており、社外取締役はおいていないが、監査役会の設置、3 名（2 名が常勤）のうち 2 名を社外監査役とすること、監査役全員の取締役会出席等により、コーポレートガバナンスが機能すると考えている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

経営戦略

＞ 現状の課題と戦略

◆ SNS、EC の興隆とグローバル化への対応、人材拡充等が課題

同社を取り巻く外部環境の変化として、以下の点が挙げられる。

イ）家庭用ゲームを凌ぐ勢いで成長するソーシャルゲームプロバイダーがグローバル展開を進めている。

ロ）インターネットメディアや B2C-EC の国民生活への着実な浸透に伴い、不正利用者からユーザーや著作権・商標権保有者、あるいは事業者の運営するウェブサイトを保護する必要性が高まっている。

ハ）ソーシャルゲームや B2C-EC の大手事業者が、非対面取引の弱点を埋めるユーザーサポート業務の重要性に対する認識を深めている。

また内部要因として、ニ）需要拡大に対応した実務従業者（訓練を積んだアルバイトやバグ検出能力の高い請負スタッフ、リーダー職の契約社員等）の確保・育成、管理部門の人材拡充、も当面の課題である。

SNS、B2C-EC 事業者のニーズに対応し。事業拠点のグローバル展開、ユーザーサポート業務の拡充、システム活用、ワンストップ・フルサービス体制の構築等を進める。

これらの課題に対して同社は、以下の施策により対応する方針である。

1）　**海外事業所の拡充**:2012 年 5 月に米国子会社 Pole To Win America の欧州支店としてロンドンに事務所を開設。当初 20 人体制（域内複数言語に対応可能）で、ローカライズ業務を行う計画。ちなみに米国法人の売上高は総売上高の 10%に満たない。当該法人は、これまで日系家庭用ゲームメーカーの作品のデバッグやローカライズ業務に従事してきたが、近年では半数程度が非日系ゲームメーカーであるとのこと。

2）　**グローバルナビゲートの提案**：同社は 12 年 3 月に、グローバルナビゲートと称するサービスの提供を開始した。当該サービスは、デバッグ、ローカライズ、ユーザーサポートの 3 つの業務を、同社グループの総合窓口 1 カ所で受注交渉し、グループ内複数社で行うサービスをワンストップで提供するものである。まだフルセットの受注実績は少ない模様だが、当該サービスの展示会での発表により、個別サービスの新規顧客開拓に結びついている模様である。

登録スタッフやアルバイト、スーパーバイザー等の人材拡充は将来的にも課題となろう。

3）　**人材の拡充**：前期までにネット看視サービスでスーパーバイザー格の正社員の拡充を図った。今後当該事業ではアルバイトの増員により、需要増に対応できる見込みである。デバッグ・検証事業では、開発プロジェクトの想定以上の受注増にタイトルリーダー格の契約社員が不足気味である。今後、登録スタッフのうち経験が長くスキルの高い作業者に雇用契約の締結やインセンティブの付与等で報いることにより、プロジェクトリーダー格の戦力拡充ペースの加速を図る意向である。

4）　**システム活用による業務効率化と顧客開拓**：同社はネット看視事業において、蓄積したノウハウをデータベース化し、NG ワードや頻度の高い錯誤の辞書化、画像認識エンジンの開発、不正

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人　証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

利用者のプロファイル提示等による業務効率の改善を進めている。また EC 事業者に、有人看視に比べ安価なシステムを有償提供し、潜在需要家を顧客として取り込み、将来の有人看視サービスのアップセルにつなげる意向である。

＞ 中長期の課題と戦略

中期経営目標は 2015/1 期売上高 115 億円、営業利益 21.8 億円。グローバル化、製造業の新規顧客開拓等を目指す。

◆ ワンストップ・フルサービスの提供、グローバル **No.1** を目指す

同社は 2012/1 期決算発表時に下表の通り 2015/1 期売上高 11,512 百万円（2012/1 期実績からの年平均成長率 11.2%増）、営業利益 2,177 百万円（同 19.5%増）、純利益 1,385 百万円（同 28.6%増）を、中期業績目標に掲げている。

計画達成に向けて同社が指摘する事業戦略のポイントは、以下の通り。

1） **事業ドメインの融合**：ソーシャルゲームをはじめ SNS のユーザー拡大に伴い、デバッグ・検証サービスとネット看視サービスの双方を欲する顧客が増加している。これに対応して同社では、前述のグローバルナビゲートのように顧客にワンストップ・フルサービスを提供する体制の構築による営業力の強化、グループのブランド確立を進める意向である。

2） **欧米市場への進出**：北米・欧州のゲーム市場（据置型・携帯型の家庭用ゲーム機及び PC を用いたゲーム）は、それぞれ 2 兆円程度・日本の 3 倍以上と言われる（同社決算説明資料）。同社は経営ビジョンに、国内随一からグローバル No.1 へ、という標語を掲げ、将来的には国内と同等の売上高を海外で稼ぐ意向である。
2002 年に翻訳請負事業に着手、09 年に米国法人を立ち上げたが、これまでは日系家庭用ゲームメーカーの現地法人が主要顧客で、海外売上高は総売上高の 1 割に満たない額に止まっていた。今後はグローバル展開を企図するソーシャルゲームのプラットフォームプロバイダーや同ゲームプロバイダーの動きに追随し、当該分野の受注拡大に注力すると共に、ローカル企業の開拓にも取り組む意向である。
またネット看視事業においては前述のグローバルナビゲート以外に、B2C-EC 事業者の海外展開に対応したサービス地域の拡大も視野に入れている。

3） **新事業領域の拡大**： 24 時間 365 日稼働のサーバ看視等で得られたテスト設計や人材活用面のノウハウ等は、製造業の現場に適用できると、同社は考えている。今期はトレーサビリティ管理、部品組み付けライン等の生産装置稼働状況看視といった工程に適用すること

＜中期計画の数値目標＞ （単位：百万円）

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比
2012/1	8,364	21.8%	1,275	65.5%	1,280	66.5%	651	70.8%
2013/1E	9,140	9.3%	1,350	5.9%	1,340	4.6%	766	17.5%
6/27修正	9,609	14.9%	1,602	25.6%	1,624	26.8%	921	41.3%
2014/1E	10,152	11.1%	1,620	20.0%	1,620	20.9%	1,012	32.1%
2015/1E	11,512	13.4%	2,177	34.4%	2,177	34.4%	1,385	36.9%

（注）2014/1期の前期比増減率は、13/1期当初会社予想数値との比較で算出決
（出所）12/1期決算説明会資料

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

ンサーシステムと有人看視のパッケージモデルの構築に取り組んでいる。今後も製造業の幅広い業種に向けて、安価で使い易い看視システムを構築し、取引先の裾野拡大による収益の拡大と変動幅の縮小を図る意向である。

この他、明示された戦略ではないが、人材拡充や顧客の獲得、海外事業展開の加速を目的とする M&A も検討する意向である。10 年の猿楽庁買収など過去に実績があり、12 年 7 月にもソーシャルゲーム等モバイルコンテンツ開発業を営むウィンライト社からデバッグ事業及び当該会社の海外事業子会社を買収するとの発表があった。

> アナリストの戦略評価

◆ 人材の適時適切な増員計画と育成システムの確立が必要

同社の事業はテストプレイ･バグ検出作業を実施する登録スタッフやネット看視･ユーザーサポート業務に従事する臨時雇用者等多くの人材を必要とする事業であり、業務の繁閑に合わせて適時適量の作業者を確保すること、未経験のアルバイト従業者に対して早期に業務知識やノウハウ、コンプライアンス意識を植え付けることが肝要である。リーダー格の人材と、登録スタッフやアルバイトの構成比に留意しつつ、適切な受注見通しに基づく要員拡充計画の立案が、業績の安定成長を実現するうえで重要になる。

同社には定型の人材教育システムといったものは確立されていない模様である（入社時研修やスーパーバイザーによるオンザジョブトレーニング等に依存）が、事業規模の拡大に伴い、今後はこうした管理部門の機能向上が成長速度を左右する鍵になろう。

人材確保･信頼関係構築等の成否がカギ。海外事業所のマネジメントは重要。

◆ グローバル戦略は習慣・文化の差異に留意したい

顧客に追随してグローバル展開を図る戦略を進めるうえで留意すべきは以下の点であろう。

イ）国内で上手く機能している人材管理システムが海外でも同様に機能するのか、具体的には、長期に亘り登録スタッフとして開発プロジェクト受注の都度、業務請負を依頼できるような信頼関係の構築が可能か。国内と同規模の事業に育成するためには、現地の商習慣への対応が求められよう。

ロ）追随すべき国内ソーシャルゲームメーカーのコンテンツは、海外で受容されるか。これは、ゲーム自体の面白さや新規性だけでなく、ローカライズを担当する同社等の受託業者による内容改変の示唆が左右する要素も少なからず貢献するはずである。単なる翻訳に止まらず、的確なアドバイスを行うことが出来れば、付加価値の高い業務になる可能性を秘めている。

◆ 営業力の強化とツールの充実

同社の営業担当職は連結従業員数 341 名（2012 年 1 月期末の正規社員）うち約 20 名に止まる。家庭用ゲーム業界は既に人脈構築済みとみられるが、情報家電等の検証事業や B2C-EC 業界、新規事業領域の開拓

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

システム活用による業務効率化、新規顧客開拓は有用。

には相応の人材配置が必要と推察される。登録スタッフやアルバイトに常時業務を提供し、囲い込むために安定的な受注量の確保が必要だ。ここで、2010 年に設立されたポートサイドの構築する不正検出システムや、検証・看視・サポート・海外対応を一括提案するモデルの導入は、顧客開拓のための重要なツールになると考えられる。ポートサイドは、インターネットの不正利用の検出と排除を実現するシステムプラットフォームを構築し提供しており、インターネット専門の金融・保険業者等に ASP（Application Service Provider）形式での利用が広がっている模様だ。

なお、同社は有価証券報告書において、研究開発活動に該当事項なしと記載している。製造業向け新規システム開発（今期開発予算約 1 億円）はピットクルーの開発費目とされ、構想は当該会社が行い、システム開発は外部業者に発注しているようだ。同社グループの事業の本質はシステム開発ではないものの、中・長期的にはグループ内に開発部門を置くことも検討すべきと考える。

◆ 国内外での **M&A** の活用が有用

同業者は少ないが、海外も含め M&A による人材と顧客の獲得は有用。

同社の事業には専業の同業者は数が少なく、9 頁の業界構造の項で挙げた上場企業以外は零細業者が殆どである。ただ、人材派遣業界で起こったように、ゲームメーカーやコンテンツプロバイダ、ウェブサイト運営事業者の類似業務部門が、彼らの戦略的な事業の取捨選択により切り出されることはあり得よう。その場合賃金水準や企業文化の相違等埋めるべきハードルは低くないものの、同時に切り出し先を顧客として獲得することが可能なため、前向きに検討すべきと考える。

これは海外においても同様であり、グローバル化を急ぐならばより積極的な対応が必要であろう。

なお、低賃金を求めてオフショアに事業拠点を構えることも検討に値するが、文化・言語の差異を考慮すると、作業要員のみ海外に置くのは品質管理の点から得策でなく、顧客の事業拠点にて検査・看視・ユーザーサポートを行うのが原則と考えられる。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

業績動向と今後の見通し

＞ 今期業績

	当初予想（百万円）	前期比増減	修正予想（百万円）	前期比増減
売上高	9,140	9.3%	9,609	14.9%
営業利益	1,350	5.9%	1,602	25.6%
経常利益	1,340	4.6%	1,624	26.9%
純利益	766	17.5%	921	41.5%

（出所）同社ニュースリリース

＜2013/1期・第1四半期実績＞

	売上高（百万円）	前期比増減	営業利益（百万円）	前期比増減
連結業績	2,340	23.3%	406	40.6%
デバッグ・検証	1,738	32.2%	393	66.0%
ネット看視	601	4.1%	11	-62.3%

（出所）同社決算短信

パチンコ・スロット業界からの引き合いは相変わらず旺盛。控え目だった会社側の今期業績予想は上方修正された。

◆ 2013/1 期はデバッグ・検証事業が好調を持続

会社側の 2013/1 期業績予想は、売上高 9,609 百万円（前期比 14.9%増）、営業利益 1,602 百万円（同 25.6%増）、当期純利益 921 百万円（同 41.5%増）、配当金は 54 円（前期は 38 円）。なお、これは第 1 四半期決算発表後に上方修正された数値である（左表）。

期初の時点における会社予想では、以下の想定をしていた。なお、セグメント別の予想数値は開示されていない。

イ） デバッグ・検証事業は、欧州支店開設による海外法人（ローカライズ事業）の寄与拡大を加味しても一桁台の増収率に止まるとみていた。12/1 期にソーシャルゲームやアミューズメント機器（パチンコ・スロット、特に後者）向けの伸長が顕著だったため、これらの伸びが一服すれば成長率は鈍化するとの判断である。
しかし第 1 四半期も前期に続きこれらの取引先からの受注が好調（アミューズメント機器は震災に配慮し前期新台導入が停滞した可能性が指摘される）で、当該事業は売上高 1,738 百万円（前年同期比 32.2%増）、営業利益 393 百万円（同 66.0%増）となり、業績予想修正の主因となった。要員稼働率の向上で収益性も改善した。

ロ） ネット看視事業は、デバッグ業務と一体化したサービス提供による顧客基盤の拡大、成長が続く EC 事業者に向けた不正検知・広告審査等の受注拡大や、不正アクセス検知・判定システム等の検査パッケージソフト単体の販売増により、2 桁の増収率・営業利益伸長を見込んでいた模様。
第 1 四半期は売上高が前年同期比 4.1%増の 601 百万円に止まり、製造業向け検査システム開発費や大口化が見込まれる新規受注先に対する厚めの態勢整備等から営業利益は同 62.3%減の 11 百万円となった。

担当アナリストの予想は、売上高 9,900 百万円（前期比 18.4%増）、営業利益 1,700 百万円（同 33.3%増）、当期純利益 970 百万円（同 49.0%増）、配当金は 56 円（配当性向は 24.6%）。会社予想と環境認識に差異はない。収益モデルは次頁表の通りで、デバッグ・検証事業売上高は前期比 19.7%増の 72 億円、営業利益は同 28.6%増の 15 億円、売上高営業利益率は前期比 1.4 ポイント改善の 20.8%と想定。ネット看視事業は同順で 27 億円（15.3%増）、150 百万円（158.6%増）、5.6%（3.1 ポイント改善）と予想した。ネット看視事業は通期では、新規受注先の売上貢献により、費用増を吸収して収益性が改善すると見込んだ。

＞ 来期以降の業績

◆ 海外事業の寄与度とシステム活用がポイントになろう

2014/1 期の業績は、売上高 110 億円（前期比 11.1%増）、営業利益 20 億円（同 17.6%増）、当期純利益 11.5 億円（同 18.6%増）、配当金は 70 円と予想する。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

成長力は多少鈍化するものの、受注拡大に伴う人員配置の効率化や不正利用者検出システムの活用等によりネット看視事業の収益性は改善すると予想。

セグメント別の見通しは、デバッグ・検証事業の売上高 79 億円（前期比 9.7%増）・営業利益 17.3 億円（同 15.3%増）、ネット看視事業は同順で 31 億円（同 14.8%増）・2.2 億円（同 46.7%増）。
アミューズメント機器の伸長は一服する可能性があるものの、ソーシャルゲームについては、スマートフォンの普及に伴い家庭用ゲーム機からの移植版等が継続的に投入される可能性がある。家庭用ゲーム機についても、新型ハードの何れかが高シェアを獲得し、当該ハードに集中したゲーム開発が進む可能性を織り込んだ。2012 年開設した欧州支店の貢献も期待できる。
ネット看視事業については、B2C-EC 関連の受注拡大により、2 桁の増収率が続くと想定した。効率的な人材活用（アルバイトの多用）とシステムの活用により、収益性改善が続くと考えた。

15/1 期以降も、デバッグ・検証事業はローカライズ需要の取り込みが、ネット看視事業は B2C-EC と製造業への展開が、一定の効果を表すものと想定し、増収・増益基調を維持できると見込んだ。

＜業績予想モデル＞ （単位：百万円）

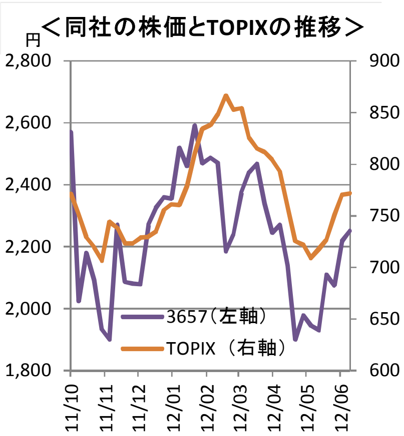
決算期 単位:百万円	2010/1期 実績	2011/1期 実績	2012/1期 実績	2013/1 期 会社予想	2013/1期 予想	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 予想
売上高	6,450	6,865	8,364	9,609	9,900	11,000	12,000	13,000
（前期比）	—	6.4%	21.8%	14.9%	18.4%	11.1%	9.1%	8.3%
うちデバッグ・検証事業	4,329	4,704	6,015	N.A.	7,200	7,900	8,500	9,000
（前期比）	—	8.7%	27.9%	—	19.7%	9.7%	7.6%	5.9%
うちネット看視事業	2,107	2,144	2,342	N.A.	2,700	3,100	3,500	4,000
（前期比）	—	1.8%	9.2%	—	15.3%	14.8%	12.9%	14.3%
その他	13	17	7	N.A.	0	0	0	0
営業利益	482	770	1,275	1,602	1,700	2,000	2,300	2,650
（前期比）	—	59.8%	65.5%	25.6%	33.3%	17.6%	15.0%	15.2%
（対売上高比）	7.5%	11.2%	15.2%	16.7%	17.2%	18.2%	19.2%	20.4%
うちデバッグ・検証事業	471	682	1,166	N.A.	1,500	1,730	1,950	2,200
（前期比）	—	44.8%	71.0%	—	28.6%	15.3%	12.7%	12.8%
（売上高営業利益率）	10.9%	14.5%	19.4%	—	20.8%	21.9%	22.9%	24.4%
うちネット看視事業	38	82	58	N.A.	150	220	300	400
（前期比）	—	115.8%	-29.3%	—	158.6%	46.7%	36.4%	33.3%
（売上高営業利益率）	1.8%	3.8%	2.5%	—	5.6%	7.1%	8.6%	10.0%
その他	-1	-7	-14	—	-15	-15	-15	-15
セグメント間調整等	-26	13	65	N.A.	65	65	65	65
営業外収益	48	22	38	N.A.	20	20	20	20
営業外費用	5	23	33	N.A.	20	20	20	20
経常利益	524	769	1,280	1,624	1,700	2,000	2,300	2,650
（前期比）	—	46.7%	66.5%	26.9%	32.8%	17.6%	15.0%	15.2%
特別利益	30	15	4	N.A.	0	0	0	0
特別損失	153	26	47	N.A.	0	0	0	0
特別損益	-124	-11	-43	N.A.	0	0	0	0
法人税等	183	379	586	N.A.	730	850	980	1,130
少数株主損益	0	-3	-1	N.A.	0	0	0	0
当期純利益	217	381	651	921	970	1,150	1,320	1,520
（前期比）	—	75.6%	70.8%	41.5%	49.0%	18.6%	14.8%	15.2%

（注）持株会社は2010/1期が第1期で連結決算を開始。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

投資判断

＞ 上場来パフォーマンス



◆ 上場後、半年余りのパフォーマンスはマイナス 22.6%

2011 年 10 月 26 日に、公募価格 2,250 円よりも 21.3%高い 2,730 円の初値で上場した同社の株価は、株式市場環境の悪さを受けて 1 カ月後に 1,770 円まで急落したが、その後は TOPIX とほぼ連動するように推移している（左図参照）。

6 月 12 日に発表した今期第 1 四半期決算は、会社側の第 2 四半期累計期間予想（当時）に対して売上高の進捗率が 56%、営業利益は同 85%、純利益 81%の好決算となったこと、その後 6 月 27 日に今期予想数値が上方修正されたこと、等により株価は反発した。

上場後、8 カ月余りを経過した 7 月 6 日の株価は 2,251 円と公募価格と同水準になり、前期決算後の配当金 38 円を考慮した上場来パフォーマンスは-22.6%となっている。なお、1 頁に記載したように、対 TOPIX のリターンは、直近 1 カ月で 6.3%、3 カ月で 3.6%、6 カ月で 0.9%アウトパフォームしている。

＞ 株主還元

◆ 配当性向 25%を目途に業績連動で増配実施へ

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題と認識しており、連結当期純利益に対する配当性向 25%を目途に、年 1 回の期末配当を実施することを基本方針としている。
前述の今期業績の上方修正に際しても、配当金を従来予想の 44 円から 54 円（いずれも配当性向は 25%、なお前期配当金は 38 円）に引き上げている。

＞ 株価バリュエーション

◆ 同業者との比較で株価バリュエーションは低水準にある

デバッグ・検証事業、ネット看視事業等を主力事業とする 4 社との業績及び株価バリュエーションの比較を次頁表に示す。

現在は収益性の低いネット看視事業の存在がマイナス材料になり、株価に割安感が生じていると考える。

上場後最初に迎えた決算期から減益となったイー・ガーディアン、赤字転落したガイアックス等をみて、ネット看視事業は成長の足かせになるとの判断からコングロマリットディスカントが発生している模様で、デバッグ業務専業のデジタルハーツに対して同社のバリュエーションは予想 PER、実績 PBR 共に低水準に置かれている。企業規模は異なるが、ユーザーサポート業務で同業者となるテレマーケティングのもしもしホットラインも、今期業績は営業利益 2 割減益予想のため予想 PER は東証 1 部上場全企業平均をわずかに上回る程度である。

◆ 予想 PER は 13～16 倍程度が妥当と判断

コングロマリットディスカウントがあるにしろ、過去 3 年成長率や今後の成長性を勘案すれば、もしもしホットラインを下回るバリュエーションは割安に放置されていると言えまいか。担当アナリストの見解として、今期減益予想のもしもしホットラインよりも高く、デジタル

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

予想 PER は 13～16 倍が妥当と判断。2～3 年後の適正株価は 4,000～5,700 円と予想する。

ハーツと同等の水準を上限にする予想 PER のレンジが、妥当なバリュエーションであると提案したい。
この条件（予想 PER13～16 倍）に担当アナリストの予想収益（2015/1 期及び 16/1 期）を当てはめて算定した 2～3 年後の適正株価は、4,000～5,700 円。割引率 10%で算定した現在価値は 3,300 円～4,200 円となった。

＜類似会社との株価バリュエーション比較＞

銘柄		ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス	デジタルハーツ	イー・ガーディアン	ガイアックス	もしもしホットライン
証券コード		3657	3620	6050	3775	4708
決算月		9月	3月	9月	12月	3月
売上高	百万円	9,609	6,599	2,105	3,300	93,000
（前期比増減率）		14.9%	22.5%	10.4%	-3.7%	-5.2%
営業利益	百万円	1,602	1,033	57	-50	7,070
（前期比増減率）		25.6%	23.9%	-67.2%	赤字縮小	-21.7%
（営業利益率）	%	16.7	15.7	2.7	-1.5	7.6
当期純利益	百万円	921	568	37	50	4,400
（前期比増減率）		41.5%	29.1%	-57.2%	黒字転換	-13.5%
純資産	百万円	4,353	2,266	925	289	37,149
ROE	%	19.1	21.6	12.6	-31.5	14.3
予想PER	倍	10.4	16.6	39.9	21.5	13.0
実績PBR	倍	2.20	4.17	1.63	3.71	1.53
予想配当利回り	%	2.4	0.6	―	0.0	3.9
過去3年成長率	%	13.9	16.8	60.5	9.7	11.6
〃 営業利益	%	62.6	9.1	1,240.9	赤字転落	2.0
株価 (7月6日)	円	2,251	1,629	895	35,200	827
時価総額	百万円	9,580	9,449	1,505	1,073	57,479

(注1) 予想収益は会社公表値。ガイアックスの業績見通しは上限、下限の幅を持って開示されたが、その上限を採用。イー・ガーディアンの配当金は未定。
(注2) 過去3年成長率は、前期実績売上高の年平均成長率。PPHは3年前の10/1期との比較。デジタルハーツは単体業績同士の比較。
(注3) 時価総額は自己株式含む。純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは会社予想を基にレポート作成時の株価で算出。
(注4) 2012年6月末日を以て、デジタルハーツは1→100株、ガイアックスは1→1.3株の分割を実施。1株当たり指標及びバリュエーションはその影響を調整済。
(出所)各社決算短信等に基づき作成。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本（＝隠れた強み）を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER（Price Earnings Ratio）

株価を１株当たり当期純利益で除したもので、株価が１株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR（Price Book Value）

株価を１株当たり純資産で除したもので、株価が１株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

１株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ（標準偏差）

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β（ベータ）値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばＴＯＰＩＸ)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値（β値）が１であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、１より大きければ市場指数より値動きが大きく、１より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会（Opportunity)、脅威（Threat）の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI（Key Performance Indicator）

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、（株）ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項
・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。